

2021年11月10日

PPI 或已见顶，但可能下行较慢——10月通胀数据解读

■10月通胀数据公布，CPI 同比由上月的 0.7% 上涨至 1.5%，上行 0.8 个百分点，高于市场预期 1.3%；PPI 同比自上月的 10.7% 上行至 13.5%，上行 2.8 个百分点，高于市场预期 12.0%。

■CPI 环比由持平转为上涨 0.7%，高于历史季节性，食品和非食品环比均高于历史同期。食品各分项中，鲜菜、鲜果、蛋类、烟草和酒类环比高于过去十年同期均值，猪肉价格降幅缩小。非食品中，工业消费品价格上涨 0.9%，较上月涨幅扩大 0.6 个百分点，服务价格上涨 0.1%，涨幅与上月持平。

■PPI 向 CPI 消费品传导显现，但尚未加速上行。我们估计了历史不同时期，核心 CPI 中服务和核心消费品分别的占比情况，进而估计出 CPI 核心消费品同比时间序列。10 月核心消费品 CPI 同比自 1% 升至 1.2%，在这一轮 PPI 上行过程中，核心消费品 CPI 同比自 2021 年 1 月的 0.1% 上行至 1.2%，体现 PPI 向 CPI 消费品传导显现，但目前核心消费品价格并未出现加速上行。

■PPI 或已见顶，但预计下行偏慢。10 月受到动力煤、原油等上游原材料价格拉动，PPI 上行较多。随着政策调整下工业品价格趋于回落，10 月 PPI 同比或已见顶。但国内上游供应偏紧，海外原油增产有限，PPI 下行可能偏慢。

■从 PPI 内部上中下游走势来看，本月上游和中游 PPI 同比上升，下游 PPI 同比与前值持平，制造业下游仍面临较大成本压力。我们将 PPI 子行业划分成上中下游，10 月上游 PPI 同比自 52.7% 上行至 70.6%，中游 PPI 同比自 25% 上行至 31.3%，而下游 PPI 同比维持 2.6% 附近。PPI 上中下游继续分化，制造业下游仍面临较大成本压力。

■总的来说，10 月 CPI、PPI 双双回升，其中 CPI 主要受到食品价格回升和低基数影响，PPI 向 CPI 核心消费品传导显现，但核心消费品尚未出现加速上行。PPI 或已见顶，但国内上游供应偏紧，海外原油增产有限，PPI 下行速率可能偏慢。因此虽然制造业下游等部门仍面临较大成本压力，但货币政策需要在“降成本与避免 PPI 向 CPI 加速传导之间求取平衡”。短期债市利好可能比较有限，市场料将维持宽幅震荡。

■风险提示：油价超预期，海外疫情超预期等。

固定收益主题报告

证券研究报告

池光胜

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518100003
chigs@essence.com.cn

黄海澜

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521020001
huanghl@essence.com.cn

相关报告

房企流动性危机：演化、痛点和房企关切点 2021-11-08

2022 年通胀展望：PPI 持续下行但年初偏高，CPI 温和抬升但高点不高 2021-11-07

地产美元债下跌：阶段特征与回购自救 2021-11-06

山东城投平台梳理（上） 2021-11-05

100 年全球滞胀史：央行选择与政策得失 2021-11-03

内容目录

1. 10 月 CPI、PPI 双双上行，涨幅超市场预期	3
2. PPI 向 CPI 消费品传导显现，但尚未加速上行	3
3. PPI 或已见顶，但可能下行较慢.....	4
4. PPI 内部中上游向下游传导效率偏低，下游仍面临较高成本压力.....	5

图表目录

图 1: PPI 与 CPI 核心消费品差值升至历史新高 (%)	4
图 2: 11 月部分行业产能利用率变化 (%)	4
图 3: 2022 年 PPI 同比预测 (%)	5
图 4: PPI 上游和中游同比上行，下游同比下行 (%)	5
表 1: 本轮通胀上行过程中，上游和中游价格弹性明显高于历史上需求拉动的时期 (%)	5

1. 10月CPI、PPI双双上行，涨幅超市场预期

10月通胀数据公布，CPI同比由上月的0.7%上涨至1.5%，上行0.8个百分点，高于市场预期1.3%；PPI同比自上月的10.7%上行至13.5%，上行2.8个百分点，高于市场预期12.0%。

CPI环比由持平转为上涨0.7%，高于历史季节性，食品和非食品环比均高于历史同期。食品价格由上月下降0.7%转为上涨1.7%，影响CPI上涨约0.31个百分点；非食品价格上涨0.4%，涨幅较上月扩大0.2个百分点，影响CPI上涨约0.35个百分点。

食品各分项中，鲜菜、鲜果、蛋类、烟草和酒类环比高于过去十年同期均值，猪肉价格降幅缩小。受降雨天气、局部地区疫情散发及生产运输成本增加等因素影响，鲜菜价格环比上涨16.6%，鲜果价格环比上升2.9%，合计影响CPI上涨约0.39个百分点，是食品分项里的主要拉动项。随着第二轮中央储备猪肉收储开启，猪肉价格由上月的下降5.1%转为下降2.0%。

非食品中，工业消费品价格上涨0.9%，较上月涨幅扩大0.6个百分点，服务价格上涨0.1%，涨幅与上月持平。工业消费品涨幅扩大主要是因为能源类产品价格上涨较多，其中汽油和柴油价格分别上涨4.7%和5.2%，合计影响CPI上涨约0.15个百分点。

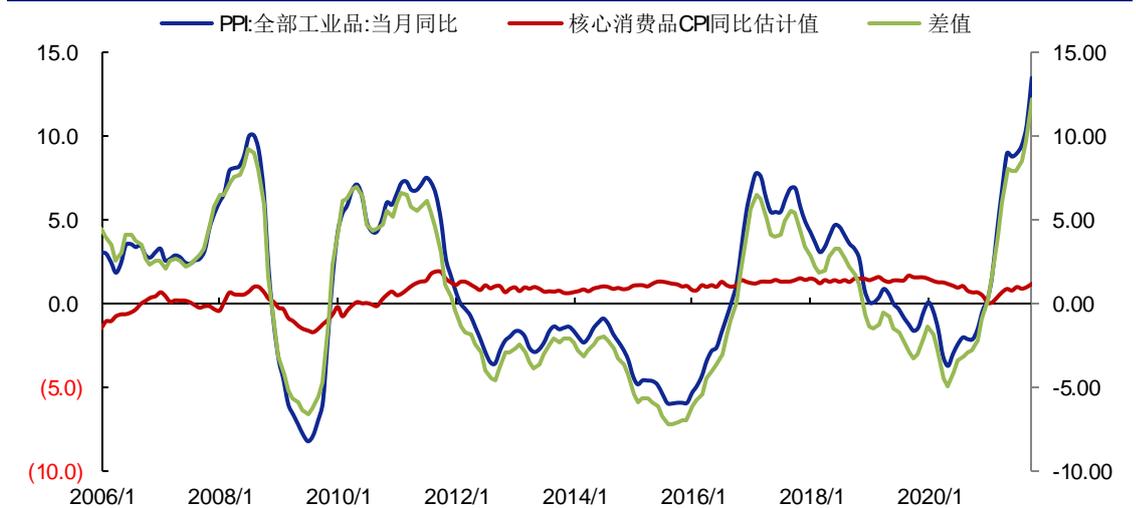
10月PPI环比扩大至2.5%，较上月上升1.3%。结构上，本月生产资料价格上涨3.3%，涨幅扩大1.8个百分点；生活资料价格环比由持平转为上涨0.1个百分点。国际原油价格波动上行，带动国内石油相关行业价格上涨，其中石油开采业价格上涨7.1%，化学原料和化学制品制造业价格上涨6.1%，精炼石油产品制造业价格上涨5.8%，化学纤维制造业价格上涨3.5%，上述4个行业合计影响PPI上涨约0.76个百分点。煤炭供应偏紧，价格上涨较多，煤炭开采和洗选业价格上涨20.1%，煤炭加工业价格上涨12.8%，合计影响PPI上涨约0.74个百分点。部分高耗能行业产品价格上涨，非金属矿物制品业价格上涨6.9%，有色金属冶炼和压延加工业价格上涨3.6%，黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨3.5%，上述3个行业合计影响PPI上涨约0.81个百分点。另外，燃气生产和供应业价格上涨1.3%，黑色金属矿采选业价格下降8.9%。

2. PPI向CPI消费品传导显现，但尚未加速上行

PPI向CPI消费品传导显现，但尚未加速上行。我们估计了历史不同时期¹，消费品和服务、核心通胀、食品和能源在CPI中分别的占比情况，核心通胀剔除服务即可得到核心消费品在CPI中占比情况，进而估计出CPI核心消费品同比时间序列。10月核心消费品CPI同比自1%升至1.2%，在这一轮PPI上行过程中，核心消费品CPI同比自2021年1月的0.1%上行至1.2%，体现PPI向CPI消费品传导显现，但目前核心消费品价格并未出现加速上行。

¹ 2006-2010,2011-2015,2016-2021.10 三个时间段使用CPI环比及分项环比回归得到消费品和服务，核心通胀、食品和能源在CPI中分别的占比情况。

图 1: PPI 与 CPI 核心消费品差值升至历史新高 (%)

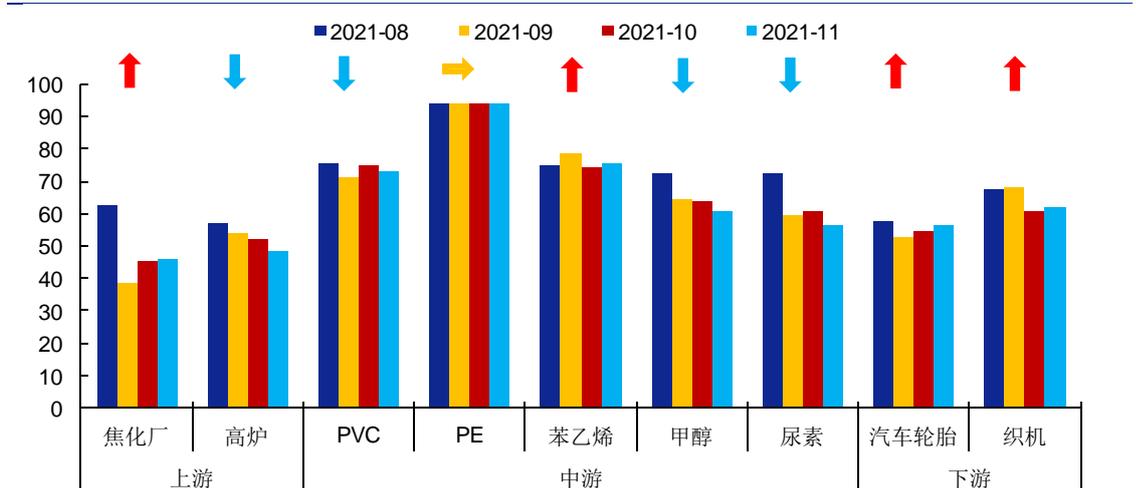


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

3. PPI 或已见顶，但可能下行较慢

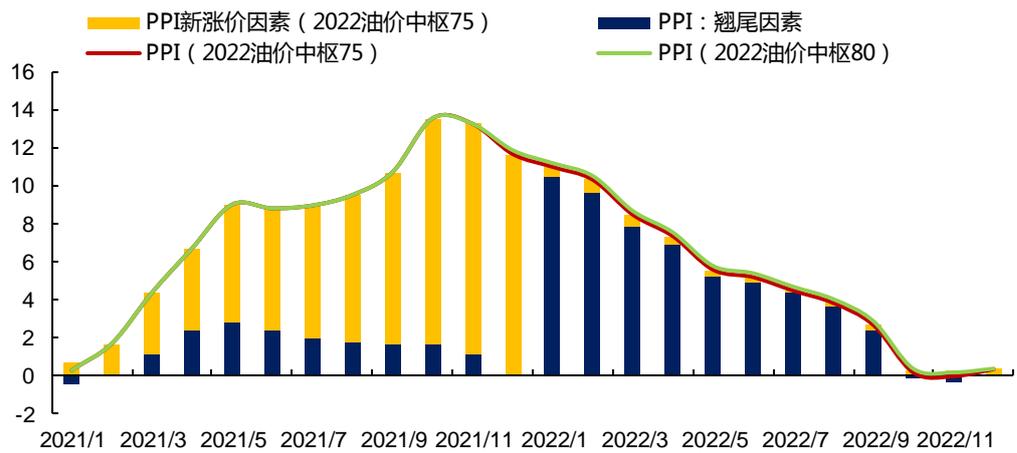
10 月受到动力煤、原油等上游原材料价格拉动，PPI 上行较多。随着政策调整下工业品价格趋于回落，10 月 PPI 同比或已见顶，但 PPI 同比下行速率预计偏慢。一方面国内上游行业产能利用率普遍持续处于低位，供给较低使得价格下行斜率可能不会太大，10 月下旬工业品价格快速下跌后 11 月以来下行斜率已有放缓。另一方面，OPEC 拒绝增产以及美国页岩油扩产意愿有限等因素或继续支撑油价。因此，10 月 PPI 同比或已见顶，但 PPI 同比下行速率预计偏慢。

图 2: 11 月部分行业产能利用率变化 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 3：2022 年 PPI 同比预测 (%)

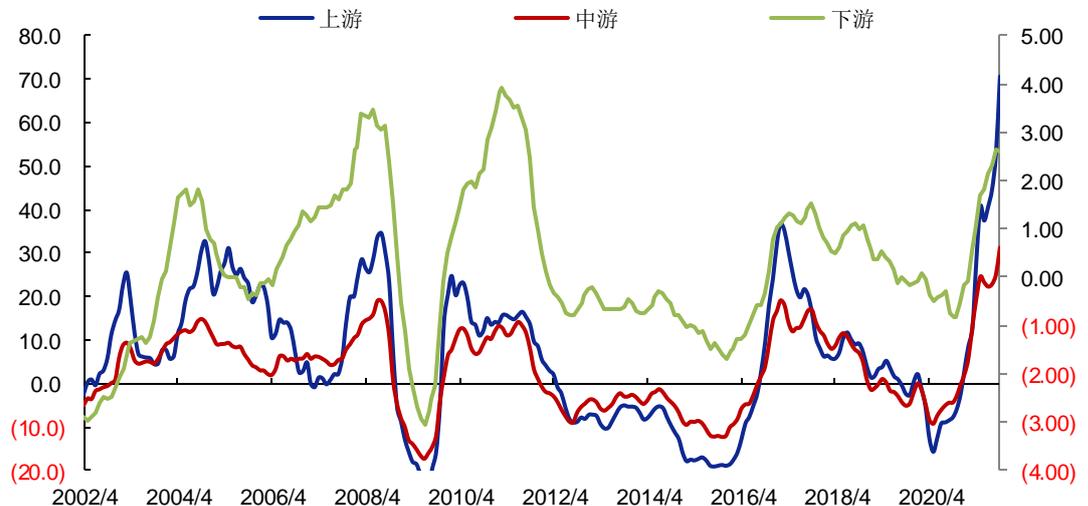


资料来源：Wind，安信证券研究中心

4. PPI 内部中上游向下游传导效率偏低，下游仍面临较高成本压力

从 PPI 内部上中下游走势来看，本月上游和中游 PPI 同比上升，下游 PPI 同比与前值持平，制造业下游仍面临较大成本压力。我们将 PPI 子行业划分成上中下游²，10 月上游 PPI 同比自 52.7% 上行至 70.6%，中游 PPI 同比自 25% 上行至 31.3%，而下游 PPI 同比维持 2.6% 附近。PPI 上中下游继续分化，制造业下游仍面临较大成本压力。

图 4：PPI 上游和中游同比上行，下游同比下行 (%)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

表 1：本轮通胀上行过程中，上游和中游价格弹性明显高于历史上需求拉动的时期 (%)

经济通胀上行阶段	PPI 低点	PPI 高点	PPI 反弹	IP 低点	IP 高点	IP 反弹	弹性	
上游	2006 年 4 季度-2008 年 3 季度	-0.8	34.5	35.3	6.9	18.5	11.6	3.0
	2009 年 1 季度-2010 年 1 季度	-24.1	24.8	48.8	8.6	21.2	12.5	3.9
	2020 年 2 季度-2021 年 10 月	-15.7	70.6	86.3	-1.9	5.5	7.5	11.5

² 上游为采矿业 5 个子行业，中游为造纸、石化、化工、化纤、非金属矿物制品、黑色金属和有色金属冶炼 7 个子行业，下游行业包括制造业剩余的 24 个子行业和电力燃气水 3 个子行业，截至 10 月 14 日，9 月下游仅公布了 18 个子行业 PPI 数据，我们使用这 18 个子行业估计下游 PPI 同比。

中游	2006年4季度-2008年3季度	4.3	19.0	14.7	6.7	20.6	13.9	1.1
	2009年1季度-2010年1季度	-17.3	10.4	27.7	3.1	25.8	22.7	1.2
	2020年2季度-2021年10月	-9.2	31.3	40.5	3.9	12.9	9.1	4.5
下游	2006年4季度-2008年3季度	1.2	3.2	2.0	11.2	19.5	8.3	0.2
	2009年1季度-2010年1季度	-2.5	1.2	3.7	7.5	16.7	9.2	0.4
	2020年2季度-2021年10月	-1.0	2.6	3.6	5.5	17.7	12.1	0.3

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

总的来说, 10月CPI、PPI双双回升, 其中CPI主要受到食品价格回升和低基数影响, PPI向CPI核心消费品传导显现, 但核心消费品尚未出现加速上行。PPI或已见顶, 但国内上游供应偏紧, 海外原油增产有限, PPI下行速率可能偏慢。因此虽然制造业下游等部门仍面临较大成本压力, 但货币政策需要在“降成本与避免PPI向CPI加速传导之间求取平衡”。短期债市利好可能比较有限, 市场料将维持宽幅震荡。

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_29271

